

## Tilburg University

### Private equity en aandeelhoudersactivisme

Eijffinger, S.C.W.; Koedijk, C.G.

*Published in:*  
Private Equity en Aandeelhoudersactivisme

*Publication date:*  
2007

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Eijffinger, S. C. W., & Koedijk, C. G. (2007). Private equity en aandeelhoudersactivisme: Inleiding. In S. C. W. Eijffinger, & C. G. Koedijk (Eds.), *Private Equity en Aandeelhoudersactivisme* (pp. 1-10). KVS.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# Hoofdstuk 1 Private equity en aandeelhouders-activisme: Inleiding

*Prof. dr. S.C.W. Eijffinger & Prof. dr. C.G. Koedijk\**

Op de financiële markten is het al lang geen nieuw fenomeen meer, maar in de rest van de wereld is *private equity* (PE) het laatste decennium pas in grote mate bekend. In Europa is deze verandering zeer merkbaar, aangezien er telkens weer bedrijven in het nieuws komen met het bericht dat zij wellicht in handen komen van een private equity- of participatiemaatschappij. De groei van de private equity sector is dit jaar nog sterker dan vorig jaar, toen er al \$459 miljard werd opgehaald door de private equity ondernemingen. Dit jaar is er in het eerste half jaar al \$240 miljard naar private equity partijen gegaan. Ook de groei van het aantal overnames door private equity is enorm gestegen.<sup>1</sup>

Ondanks de berichtgeving in de media over dit onderwerp, is het toch niet zo bekend als men veronderstelt. Er zijn een aantal misverstanden over private equity, waardoor velen dit fenomeen als iets slechts zien. Private equity wordt vaak vergeleken met *hedge funds* (HF), en worden beiden nogal eens betiteld als ‘sprinkhanen’, zoals voormalig minister van Economische Zaken Joop Wijn vorig jaar stelde.<sup>2</sup> Private equity verschilt van hedge fondsen op een aantal punten. Private equity heeft doorgaans een langere investeringshorizon, vaak 5 tot 7 jaar, terwijl hedge funds meestal gaan voor het korte termijn gewin. Hedge funds kopen over het algemeen een deel van de aandelen van een bedrijf, met de bedoeling invloed uit te oefenen op het bedrijf en hierdoor een goed rendement te behalen na een relatief korte periode. Private equity partijen nemen het gehele bedrijf over, na in de regel onderzoek te hebben gedaan naar de mogelijkheden om het bedrijf beter te laten functioneren. Zij binden zich aan het bedrijf voor de middellange termijn om hierna ook het bedrijf weer met winst te verkopen. Deze verschillen uiten zich in een andere vorm van *aandeelhoudersactivisme*.

Over de exacte werking van private equity is vooralsnog veel onbekend. We beginnen daarom volgt hieronder een nadere beschrijving van het fenomeen private equity, te beginnen met de definitie van private equity en de conjuncturele en structurele

---

\* Hoogleraar Financiële Economie aan de Universiteit van Tilburg en Hoogleraar Europese Financiële Integratie aan RSM Erasmus University te Rotterdam respectievelijk Decaan van de Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen van en Hoogleraar Financieel Management aan de Universiteit van Tilburg. De auteurs danken Rob Nijskens, MSc voor zijn ondersteuning bij het inventariseren van de literatuur.

<sup>1</sup> Public v private equity – The business of making money, *The Economist*, 7 juli 2007.

<sup>2</sup> Kamer pleit voor meer regels private equity, *Het Financieel Dagblad*, 22 augustus 2006.

oorzaken van de opkomst van private equity. Daarna zullen enige voor- en nadelen van het fenomeen private equity kort worden belicht.

## 1.1 Definities van private equity

In zijn inmiddels klassieke artikel heeft Jensen (1989) het niet specifiek over private equity, maar meer over het feit dat publiek aandeelhouderschap niet meer effectief genoeg is in het laten functioneren van een bedrijf.<sup>3</sup> Hij praat over ‘active investors’, zoals KKR (nu één van de grootste private equity partijen) die een nieuw model van management creëren. Zij gebruiken veel schulden in hun financiële structuur, beloningsstructuren gebaseerd op prestaties en een grote mate van aandeelhouderschap door managers/directeuren. Dit model is erop gericht om waarde te creëren, precies zoals private equity partijen de laatste jaren dat in toenemende mate zijn gaan doen. De basis hiervan is het oplossen van het *principal-agent probleem*, dat in dit geval conflicten tussen eigenaren (aandeelhouders) en bestuurders van het bedrijf betreft. De bestuurders zijn in dit nieuwe model namelijk meer afhankelijk van de prestaties van het bedrijf, aangezien ze gedeeltelijk eigenaar zijn en hun beloning ook van hun prestaties afhangt.

Jensen (1989) noemt in zijn belangrijke artikel een zogenaamde ‘LBO Association’, die veel lijkt op de bedrijven in private equity handen. Er is een vennootschap, die de *LBO (leveraged buy-out)* opzet waardoor het bedrijf van de beurs gehaald wordt, er zijn managers die gedeeltelijk aandeelhouder zijn en blijven om het bedrijf efficiënter te maken en er zijn institutionele investeerders die de private equity partij aan de fondsen helpen nodig om de transactie te voltooien. De kracht van dit systeem is dat het vertrouwt op de discipline van de hoge schuld en de beloningsstructuur van managers om het bedrijf efficiënter te laten draaien. Dit is wat er in de afgelopen jaren zich ook daadwerkelijk heeft voltrokken, mede onder invloed van de overliquiditeit en historisch lage rendementen. Jensen (1989) gaf dus *avant la lettre* een accurate beschrijving van de van het proces van private equity zoals we dat vandaag de dag kennen.

Er zijn inmiddels veel beschrijvingen van private equity verschenen. In een recente studie hanteert Smit (2003) een brede definitie, met twee belangrijke categorieën. De eerste is durfkapitaal (*venture capital*): de participatie in jonge bedrijven die nog niet volwassen genoeg zijn om via de beurs te kunnen worden verhandeld. De tweede categorie is de leveraged buy-out: het overnemen van gevestigde bedrijven die ver-

---

<sup>3</sup> Jensen, M. C. (1989), Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, September-October, 62-73.

volgens gefinancierd worden met een aanzienlijke lening, dus vreemd vermogen. Een enge definitie ziet private equity los van durfkapitaal en betreft de investering in (onderdelen van) bedrijven met een bewezen staat van dienst en winstgevendheid. Het gaat in de praktijk van bedrijfsovernames natuurlijk voornamelijk om de tweede categorie, bedrijven die een leveraged buy-out plegen en daardoor het gehele bedrijf in handen krijgen.

De financiering van private equity ondernemingen is een belangrijk aspect. In een recente studie identificeren Phalippou en Gottschalg (2007) investeerders in private equity als voornamelijk instituten zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.<sup>4</sup> Zij noemen deze *Limited Partners* (LP), die een bepaald kapitaal storten in een private equity fonds, dat wordt geleid door *General Partners* (GP). Deze laatste doen onderzoek naar geschikte investeringen, hetzij venture capital (investeringen in startende ondernemingen) of buy-outs (het opkopen van gevestigde ondernemingen), beheren deze investeringen en krijgen een deel van de winst. De LP's verstrekken hiervoor de financiering en krijgen na liquidatie van de investering een bepaalde kasstroom terug, die vooraf (*ex ante*) over het algemeen niet bekend is. De investeringstermijn van deze partijen is doorgaans 10 tot 14 jaar. Private equity is volgens deze opvatting dus een vorm van financiële intermediatie.

In een overzichtartikel ziet Boot (2006) private equity partijen vooral als een katalysator voor nieuwe ontwikkelingen in het Nederlandse bedrijfsleven. Aangezien private equity invloed de topmanagers en aandeelhouders dwingt om na te denken over de gang van zaken binnen hun bedrijf, vooral als het even wat minder gaat met de zaken. Vooral de betrokkenheid van aandeelhouders wordt op de proef gesteld, en veel bedrijven zullen moeten heroverwegen of de stap om hun beursnotering op te geven voor meer stabiliteit in de onderneming. Hierdoor zal een nieuw evenwicht in tussen de topmanagers en aandeelhouders ontstaan.<sup>5</sup>

## 1.2 Oorzaken van de opkomst van private equity

Er zijn verschillende oorzaken aan te wijzen waardoor private equity nu (weer opnieuw) opgekomen is. Deze zijn te verdelen in *conjuncturele* en *structurele* oorzaken.

De conjunctuur van het laatste decennium heeft private equity partijen in de kaart gespeeld. Door de relatief lage rente en ruime liquiditeit in de financiële markten

---

<sup>4</sup> Phalippou, L. and Gottschalg, O. (2007), Performance of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, te verschijnen.

<sup>5</sup> Boot, A.W.A., Private equity: actie nodig?, *ESB Dossier Markt in Werking*, december 2006, 69-74.

(The Economist, 7 juli 2007) hebben de buy-out fondsen genoeg leningen kunnen krijgen om hun transacties te financieren. Zij konden met een substantiële schuldhefboom de bedrijven opkopen en winstgevend maken. Veel ondernemingen die in private equity handen zijn gekomen, waren in principe ondergewaardeerd.<sup>6</sup> De opkopers hebben dit ingezien en het bedrijf gekocht om de waarde te vergroten. Ook zijn beleggers, mede door het gunstige economische klimaat, toleranter geworden met betrekking tot het risico-profiel van hun investeringen. Hoewel private equity grotere risico's met zich meebrengt dan conventionele aandelenbeleggingen, hebben beleggers hier aanvankelijk minder aandacht aan besteed.

De verhouding tussen aandeelhouders en management in publieke ondernemingen is de laatste jaren ook structureel erg veranderd. Er zijn veel minderheidsaandeelhouders, zoals particuliere beleggers, die niet meer in de gaten houden wat het management doet. Zij zijn bij wijze van spreken geen eigenaar, maar gewoon belegger in de onderneming. Het probleem hiervan is dat er geen discipline is vanuit de aandeelhouders ten opzichte van het management. Renneboog et al. (2007) constateren dat er weinig discipline is wanneer er geen sprake is van concentratie van aandelen bij één of enkele partijen.

Een andere oorzaak die hiermee samenhangt, is het bestaan van *informatie asymmetrie* in de kapitaalmarkt (Smit, 2003). Hierdoor zijn niet alle investeerders gelijk geïnformeerd en kunnen er over- of onderwaarderingen van ondernemingen ontstaan. Private equity partijen zijn op beide problemen ingesprongen door (meestal) ondergewaardeerde ondernemingen op te kopen met veel schuld. Door deze schuldhefboom en minder diverse structuur van eigendom is er veel meer discipline in het bedrijf ten opzichte van het management. De private equity partijen zit er als het ware bovenop om de waarde van het bedrijf te verhogen. Een tweede structurele oorzaak is het feit dat publieke ondernemingen verplicht zijn transparante bedrijfsvoering te realiseren, voornamelijk als gevolg van corporate governance codes zoals de Amerikaanse Sarbanes-Oxley regelgeving (SOX) en de Code Tabaksblat in Nederland. De knelpunten hier liggen voornamelijk bij de beloningen van het management, zoals optieconstructies, en bij het feit dat pressiegroepen alles kunnen zien wat er in de keuken van het bedrijf gebeurt. Een derde oorzaak van de opkomst van private equity is het aandeelhoudersactivisme vooral uitgeoefend door hedge fondsen, die bijvoorbeeld eisen dat de onderneming wordt opgebroken (bijvoorbeeld het hedge fonds TCI bij ABN AMRO). Om aan deze veeleisende partijen te ontkomen wordt door een bedrijf vaak de toevlucht gezocht in private equity, zodat de onderneming in alle

---

<sup>6</sup> Renneboog, L., Simons, T. en Wright, M. (2007), Why do Public Firms go Private in the UK?: The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation, *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), te verschijnen.

afzondering en rust kan herstructureren en met een hogere bedrijfswaarde weer tot de beurs toe kan treden.

Naast deze redenen noemen Renneboog et al. (2007) nog een aantal extra redenen waarom private equity opgekomen is, die niet direct redenen met de golf van private equity te maken hebben maar wat algemener van aard zijn. Allereerst is er het belastingvoordeel dat ondernemingen in handen van private equity genieten: door de hoge mate van schuld zijn er veel mogelijkheden tot renteaftrek (tax shield). Ook komen de belangen van management en eigenaar meer op één lijn, aangezien de private equity partij streng toeziet op beleid binnen het bedrijf. Ten slotte is er ook nog een (kleinere) kostenbesparing wanneer de onderneming niet langer beursgenoteerd is. Hierbij valt te denken aan commissie die aan de beursautoriteit betaald moet worden, maar ook aan auditing- en rapportagekosten die gemaakt worden, omdat er elk jaar gerapporteerd moet worden over de resultaten.

### 1.3 Voordelen van private equity

Eén van de grootste voordelen van private equity is dat het disciplinerend werkt op een onderneming, waardoor er herstructureringen mogelijk zijn en het bedrijf uiteindelijk meer waard wordt. Deze discipline heeft als bron, zoals eerder genoemd, de hoge schuld die afgelost moet worden door de kasstromen uit de onderneming (Smit, 2003). Hieruit moet ook de rente worden betaald. De nieuwe eigendomsstructuur van de onderneming houdt ook in dat er één helder doel is, zonder conflicterende aandeelhouders, in tegenstelling tot de conflicten tussen investeerders en managers die ontstaan in een publieke onderneming. Private equity biedt bedrijven en beleggers ook meer diversificatiemogelijkheden. Het mobiliseert namelijk kapitaal voor investeringen en het biedt ondernemingen financieringsalternatieven buiten de traditionele kapitaalmarkt en banken. Voor beleggers houdt het in dat zij hun risico spreiden door in private equity te beleggen, aangezien private equity fondsen bedrijven uit verschillende bedrijfstakken beheren. Terwijl dit normaal principal-agent problemen met zich meebrengt, zorgen private equity partijen ervoor dat deze verminderen.<sup>7</sup> Ook worden private equity beleggingen verondersteld een lage correlatie te hebben met traditionele investeringsmogelijkheden zoals obligaties. Voor bedrijven heeft de stap van publiek naar privaat een groot voordeel wat betreft eisen met betrekking tot transparantie in de bedrijfsvoering. Boot (2006) stelt dit als volgt: “Private equity partijen kunnen ondernemingen van de beurs halen en daarmee de mogelijk excessieve wet- en regelgeving voor beursgenoteerde ondernemingen vermijden.” Met

---

<sup>7</sup> Nielsen, K. M. (2007), Institutional Investors and Private Equity, *Oxford Review of Finance*, te verschijnen.

name de eerder genoemde SOX regelgeving en de Code Tabaksblat worden hierin genoemd.

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) heeft in samenwerking met Ernst & Young in 2004 een onderzoek uitgevoerd waaruit is gebleken dat ondernemingen die door een private equity partij worden geleid een grotere omzet- en winstgroei kennen in de jaren na de leveraged buy-out.<sup>8</sup> Ook geeft een groot deel van de ondernemingen aan dat zij zich sneller hebben ontwikkeld dankzij de buy-out.

Mede hierdoor treedt er inderdaad waardecreatie op, hetgeen waar private equity partijen naar streven. Ook geeft het onderzoek aan dat er een stijging van de werkgelegenheid heeft plaatsgevonden in ondernemingen na hun buy-out met behulp van private equity.

## 1.4 Nadelen van private equity

De recente crisis op de financiële markten heeft vooral in Europa en in mindere mate in de VS er voor gezorgd dat de korte rente (geldmarktrente) is gestegen. Dit maakt het voor private equity partijen moeilijker om leningen te verwerven, maar ook om aan de verplichtingen van huidige leningen te voldoen.<sup>9</sup> De grote mate van schuld in een private equity onderneming zorgt er voor dat deze gevoeliger wordt voor renteschommelingen. Op dit moment zijn er veel private equity partijen actief op de markt, die allemaal veel geld op kunnen halen of al opgehaald hebben. In deze markt is er grote concurrentie om dezelfde investeringen, waardoor de prijzen van deze investeringen (aandelenprijzen) en uiteindelijk lagere rendementen.<sup>10</sup> Ook zijn de prestaties van private equity fondsen afhankelijk van het klimaat in financiële markten, wanneer zij de onderneming weer verkopen (het zgn. exit-moment).

Een nadeel van private equity is volgens Boot (2006) dat de transparantie van de financiële markten er op achteruit, aangezien private equity fondsen erg weinig informatie loslaten. Ze zijn hier immers niet toe verplicht, in tegenstelling tot beursgenoteerde bedrijven. Hierdoor ontstaat opnieuw een situatie met informatieproblemen, die er juist toe hebben geleid dat private equity partijen zijn opgekomen. Door dit gebrek aan informatie is het ook moeilijk om de prestaties van private equity fondsen

---

<sup>8</sup> NVP en Ernst & Young, *Studie naar de economische en sociale effecten van buyouts in Nederland*, november 2004.

<sup>9</sup> The trouble with private equity, *The Economist*, 7 juli 2007

<sup>10</sup> Gompers, P. en J. Lerner (2000), Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuation, *Journal of Financial Economics*, 55 (2).

te meten.<sup>11</sup> Dit is vrijwel alleen mogelijk achteraf, nadat het fonds zijn investering verkocht heeft (door beursgang of onderhandse verkoop). Een ander gevolg van het gebrek aan transparantie in private equity investeringen is dat het voor centrale banken en financiële toezichthouders moeilijker is om toezicht te houden. Boot (2006) pleit daarom ook voor duidelijke regelgeving aangaande deze informatie asymmetrie. De betrokkenheid van banken en instituten zoals pensioenfondsen (Nielsen, 2007) kan er voor zorgen dat de stabiliteit van het financiële systeem in gevaar komt als de prestaties van private equity fondsen achteruit gaan. De leningen die private equity partijen krijgen worden vaak verstrekt door grote banken, die hoekstenen van het financiële systeem vormen, terwijl institutionele beleggers het aandelenvermogen van private equity fondsen leveren. Een vorm van kritiek is ook het belastingvoordeel dat private equity partners genieten,<sup>12</sup> aangezien hun deel van het resultaat tot hen komt als inkomen uit kapitaal (*capital gains*) en niet uit arbeid. Hierdoor betalen zij minder belasting. Een andere punt van kritiek vooral uit de hoek van de ondernemingsraden en vakbonden is dat private equity partijen veel mensen ontslaan en afdelingen sluiten, omdat zij zo veel mogelijk rendement willen behalen. Dit is echter in tegenspraak met andere studies die beweren dat private equity juist leidt tot meer werkgelegenheid. De exacte invloed van private equity op het verloop van de werkgelegenheid is dus nog onbekend en verdient nadere studie.

## 1.5 Opzet van de Preadviezen

De opzet van de KVS Preadviezen 2007 over private equity en aandeelhoudersactivisme is als volgt. In hoofdstuk 2 zullen Arnoud Boot (Universiteit van Amsterdam) en Kees Cools (The Boston Consulting Group en Rijksuniversiteit Groningen) ingaan op de kracht en zwakte van public en private equity, aandeelhoudersactivisme binnen public equity en de rol van de Raad van Commissarissen en op welke wijze deze rol versterkt kan worden. Daarna concentreren Jean Frijns (Vrije Universiteit) en Rob Maatman (Radboud Universiteit Nijmegen) zich in hoofdstuk 3 op het onderwerp private equity en governance vraagstukken. Eerst behandelen zij algemene aspecten van corporate governance, daarna de governance van de portfolio- en de private equity onderneming en tenslotte de uitdagingen hierbij voor de institutionele belegger. Vervolgens bespreken René Paas en zijn co-auteurs (Vakcentrale CNV) in hoofdstuk 4 hun zoektocht naar een evenwicht tussen aandeelhouders en werknemers. Daarbij gaan zij in op de vraag of globalisering en hedgefondsen schadelijk zijn voor de Nederlandse werkgelegenheid, belichten zij met eigen onderzoeksmateriaal de casus ABN AMRO, en de opstelling van het CNV in belangrijke governan-

---

<sup>11</sup> Ljungqvist, A. en Richardson, M. P. (2003), The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, *NBER Working Paper*, No. 9454.

<sup>12</sup> Taxing minds; Private equity in the spotlight, *The Economist*, 23 juni 2007.



ce-discussies. In hoofdstuk 5 geeft tenslotte Arjen van Witteloostuijn (Universiteiten van Antwerpen, Durham en Utrecht) zijn eigen organisatietheoretische analyse en visie op private equity en activistische aandeelhouders. Hij komt in deze analyse tot een vijftal proposities die nader empirisch onderzoek behoeven. Het geheel aan preadviezen wordt gelardeerd door de prikkelende columns door Henk Brouwer (De Nederlandsche Bank), Paul Koster (Autoriteit Financiële Markten), Lex Hoogduin (Robeco en Universiteit van Amsterdam), Ieke van den Burg (Europese Parlement en PvdA) en Menno Tamminga (NRC Handelsblad). Als redacteurs besluiten wij deze bundel met een slotwoord omtrent private equity en aandeelhoudersactivisme in Nederland. Wij danken Carin Beemsterboer (secretariaat Koninklijke Vereniging voor de Staaathuishoudkunde) en Marja Speekenbrink en Nicole van de Ven-Hultermans (secretariaat Departement Economie, Universiteit van Tilburg) voor de excellente ondersteuning bij de planning en productie respectievelijk de opmaak en verwerking van de manuscripten voor deze bundel. Wij wensen een ieder veel leesplezier toe.

## Referenties

- Boot, A.W.A. (2006), Private equity: actie nodig?, *ESB Dossier Markt in Werking*, december 2006, 69-74.
- De Jong, A., P. Roosenboom, M. Verbeek en P. Verwijmeren (2007), Hedgefondsen en Private Equity in Nederland, Achtergrondstudie voor het Ministerie van Financiën, te verschijnen. ([www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)).
- Gompers, Paul A. en J. Lerner (2000), Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuation, *Journal of Financial Economics*, 55 (2).
- Jensen, M. C. (1989), Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, September-October, 62-73.
- Kaplan, S. N., en A. Schoar (2005), Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *Journal of Finance*, 60 (4), 1791–1823.
- Ljungqvist, A. en Richardson, M. P. (2003), The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, *NBER Working Paper*, No. 9454.
- Ministerie van Financiën (2007), Kabinetsvisie op het rapport van de Monitoring Commissie en op hedgefondsen en private equity in brede zin, 19 juni 2007, Nr. FM07-1086.
- Nielsen, K. M. (2007), Institutional Investors and Private Equity, *Oxford Review of Finance*, te verschijnen.
- NVP (2007), *Wat is private equity?* ([http://www.nvp.nl/ondernemers/wat\\_is.php](http://www.nvp.nl/ondernemers/wat_is.php)).
- NVP en Ernst & Young (2004), *Studie naar de economische en sociale effecten van buyouts in Nederland*, november 2004 (<http://www.nvp.nl/feiten/economisch.php>).
- Phalippou, L. and Gottschalg, O. (2007), Performance of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, te verschijnen.
- Renneboog, L., Simons, T. en Wright, M. (2007), Why do Public Firms go Private in the UK?: The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation, *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), te verschijnen.
- Smit, Han (2003), The Economics of Private Equity, *ERIM Report Series*, Reference No. EIA-2002-13-F&A.